



Outperform (Maintain)

목표주가: 85,000원 (하향)

주가(2/16): 71,600원

시가총액: 17,076억원

유틸리티

Analyst 김상구

02) 3787-4764 sangku@kiwoom.com

Stock Data

KOSP(2/16)		1,888.30pt
시가총액		17,076억원
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	128,000원	60,500원
당락률	-44.06%	18.35%
수익률	절대	상대
	1M	7.8%
	6M	-19.6%
	1Y	-13.7%

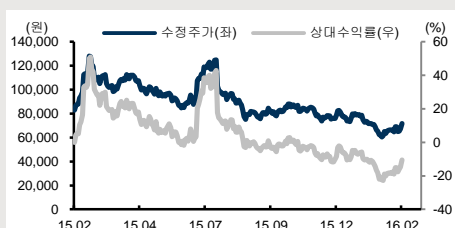
Company Data

발행주식수	23,849천주
일평균 거래량(3M)	166천주
외국인 지분율	13.11%
배당수익률(15E)	0.27%
BPS(15E)	125,295원
주요 주주	이수영 외
	30.49%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2013	2014	2015P	2016E
매출액	29,555	31,397	23,076	25,384
보고영업이익	-1,062	459	-1,465	493
핵심영업이익	-1,062	459	-1,465	493
EBITDA	4,221	5,721	4,023	6,074
세전이익	-1,830	492	-2,937	509
순이익	-2,878	423	2,056	387
지배주주지분순이익	-3,277	-199	2,056	387
EPS(원)	-13,741	-835	8,621	1,621
증감률(%YoY)	N/A	N/A	N/A	-81.2
PER(배)	-13.9	-94.1	8.7	46.3
PBR(배)	1.6	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	13.7	-3.2	8.3	5.0
보고영업이익률(%)	-3.6	1.5	-6.3	1.9
핵심영업이익률(%)	-3.6	1.5	-6.3	1.9
ROE(%)	-8.4	1.3	6.1	1.1
순부채비율(%)	54.9	66.3	44.9	35.2

Price Trend



실적 리뷰

OCI (010060)

원자재 가격 변동으로 기대치 하회



양대 사업부 실적이 둔화되었습니다. 베이직 케미칼 사업부는 폴리실리콘 판가 하락으로, 카본 사업부는 석탄과 원유가격 차이에 기인한 상대적 원가 비중 증가로 실적이 둔화되었습니다. 올해 에너지 솔루션사업부와 중국 신규설비 매출로 인해 일부 개선이 예상되나 전반적인 실적 개선은 원자재 가격 회복이 필요할 것으로 예상합니다.

>>> 원자재 가격 변동으로 양 사업부 실적 둔화

4분기 매출액은 5,334억원(QoQ -11.3%, YoY -11.8%), 영업적자 -771억원(QoQ 적자지속, YoY 적자지속), 순이익 1,684억원(QoQ 8300%, YoY 281.8%)을 실현하였다. 순이익은 미국 OCI 리소스 매각이익이 반영되며 크게 개선되었으나 영업이익은 시장 기대치를 크게 하회하였다.

사업부별 실적 둔화요인은 다음과 같다. 폴리실리콘이 포함된 베이직 사업부 부진 배경은 전분기 대비 약 8% 하락한 폴리실리콘 가격 (스팟가격 기준) 및 생산량 감소이다. 부수적으로는 폴리실리콘 일부 설비의 유지보수도 영향을 미쳤다. 4분기 카본 케미칼 부문의 둔화 배경은 석탄계 원료를 사용함에 기인하며, 유가 하락에 비하여 석탄가격 하락 폭이 상대적으로 적었던 점에 기인한다.

>>> 신규 사업과 중국 설비 기대, 여전히 폴리실리콘이 열쇠

2016년에는 새만금 발전소 및 태양광발전을 중심으로 한 에너지 솔루션 사업부 매출 확대가 예상된다. 아울러 중국 카본블랙 공장과 콜타르 공장 가동이 예상되어 실적 개선에 도움을 줄 것으로 보인다.

그러나 실적 개선의 열쇠는 여전히 폴리실리콘 가격이 될 것으로 전망된다. 디보틀네킹 및 사용연수 조정을 통한 대대적인 조정에도 불구하고 지난 하반기 폴리실리콘 사업부의 실적이 크게 악화되었다. 폴리실리콘 가격이 지난 해 -31% 하락한 데 기인한다. 2월 폴리실리콘 가격은 13\$/Kg 전후로 지난 4분기 가격보다 약 -7% 하락, 폴리실리콘 부문의 어려움이 당분간 지속될 것으로 전망된다. 폴리실리콘 부문의 원가절감 노력이 지속될 것으로 보이나 폴리실리콘 가격이 지난 2분기 가격 수준(~16\$/kg)으로 회복되기까지는 어려움이 지속될 것으로 예상된다.

동사와 관련된 폴리실리콘, 원유 가격 약세 장기화 및 주요 사업 매각으로 인한 수익 둔화를 반영하여 목표주가를 PB 0.7x, 85,000원으로 조정하고 투자의견은 유지한다.

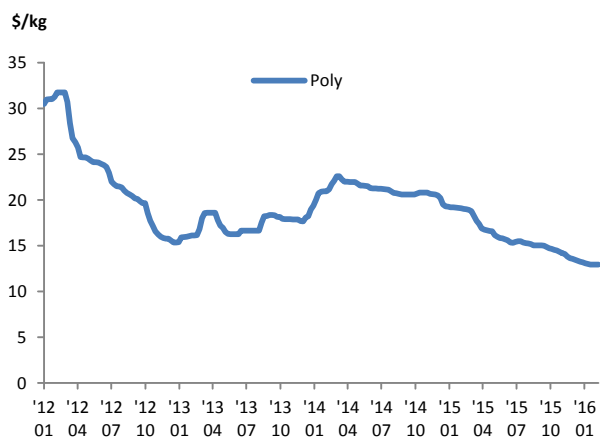
OCI 4분기 실적 요약, 폴리실리콘과 석탄가격 변동 영향으로 양 사업부 실적 둔화

(단위 십억원)

		1Q 14	2Q 14	3Q 14	4Q 14	1Q 15	2Q 15	3Q 15	4Q 15P	QoQ	YoY
베이지 케미칼	매출			345	381	382	379	387	369	-4.7%	-3.1%
	OP			-84	4	3	2	-22	-52	적지	적전
	EBITDA			10	100	54	55	30	1	-96.7%	-99.0%
카본 케미칼	매출	310	306	298	252	227	252	236	191	-19.1%	-24.2%
	OP	27	17	18	-5	-11	-7	4	-9	적전	적지
	EBITDA	38	28	29	6	0	4	15	0	-100.0%	-100.0%
Total	매출			605	604	568	607	601	533	-11.3%	-11.8%
	OP			-75	-13	-24	-22	-31	-77	적지	적지
	EBITDA			37	100	48	51	40	-4	적전	적전
	순익			-41	44	13	22	2	168	8300.0%	281.8%

자료: OCI, 키움증권

폴리실리콘 가격 약세 지속



자료: 블룸버그, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015P	2016E	2017E
매출액	29,555	31,397	23,076	25,384	27,922
매출원가	27,047	26,524	21,297	21,322	22,617
매출총이익	2,508	4,873	1,779	4,061	5,305
판매비및일반관리비	3,570	4,414	3,244	3,569	3,925
영업이익(보고)	-1,062	459	-1,465	493	1,380
영업이익(핵심)	-1,062	459	-1,465	493	1,380
영업외손익	-768	33	-1,472	16	-34
이자수익	151	123	90	99	109
배당금수익	8	5	4	4	4
외환이익	410	556	400	400	400
이자비용	875	962	962	548	548
외환손실	526	567	390	0	0
관계기업지분손익	89	718	0	0	0
투자및기타자산처분손익	205	-31	1,900	60	0
금융상품평가및기타금융이익	2	-32	-2,514	0	0
기타	-233	223	0	0	0
법인세차감전이익	-1,830	492	-2,937	509	1,346
법인세비용	1,047	69	-4,993	122	323
유효법인세율 (%)	-57.2%	13.9%	170.0%	24.0%	24.0%
당기순이익	-2,878	423	2,056	387	1,023
지배주주지분순이익(억원)	-3,277	-199	2,056	387	1,023
EBITDA	4,221	5,721	4,023	6,074	7,091
현금순이익(Cash Earnings)	2,406	5,685	7,544	5,968	6,734
수정당기순이익	-3,202	477	1,626	341	1,023
증감율(% YoY)					
매출액	-8.2	6.2	-26.5	10.0	10.0
영업이익(보고)	N/A	N/A	N/A	N/A	180.0
영업이익(핵심)	N/A	N/A	N/A	N/A	180.0
EBITDA	-39.6	35.5	-29.7	51.0	16.7
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	N/A	-81.2	164.6
EPS	N/A	N/A	N/A	-81.2	164.6
수정순이익	N/A	N/A	240.8	-79.0	200.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015P	2016E	2017E
영업활동현금흐름	281	1,711	5,783	5,864	6,686
당기순이익	-2,878	423	2,056	387	1,023
감가상각비	5,208	5,226	5,453	5,548	5,680
무형자산상각비	75	36	35	33	32
외환손익	0	0	-10	-400	-400
자산처분손익	84	54	-1,900	-60	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-1,688	-2,936	144	-40	-44
기타	-520	-1,092	5	396	396
투자활동현금흐름	-2,523	-3,431	-10	-3,242	-3,332
투자자산의 처분	1,641	3,393	1,502	4	-62
유형자산의 처분	76	132	0	0	0
유형자산의 취득	-4,187	-6,978	-3,000	-3,000	-3,000
무형자산의 처분	-20	-31	0	0	0
기타	-33	54	1,488	-246	-271
재무활동현금흐름	1,311	3,361	444	588	702
단기차입금의 증가	-1,278	-3,047	0	0	0
장기차입금의 증가	3,069	6,899	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-1,061	-592	-48	-48	-48
기타	582	100	492	636	750
현금및현금성자산의순증가	-943	1,662	6,217	3,210	4,056
기초현금및현금성자산	4,463	3,520	5,182	11,399	14,610
기말현금및현금성자산	3,520	5,182	11,399	14,610	18,665
Gross Cash Flow	1,970	4,647	5,639	5,905	6,730
Op Free Cash Flow	-2,281	-4,288	3,658	2,916	3,716

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015P	2016E	2017E
유동자산	18,449	18,861	21,453	25,669	30,830
현금및현금성자산	3,520	5,182	11,399	14,610	18,665
유동금융자산	2,252	616	452	498	547
매출채권및유동채권	8,072	7,147	5,253	5,778	6,356
재고자산	4,365	5,526	4,062	4,468	4,915
기타유동비금융자산	240	390	287	315	347
비유동자산	54,574	55,326	51,823	49,528	47,132
장기매출채권및기타비유동채권	420	355	261	287	316
투자자산	1,803	1,487	1,453	1,468	1,484
유형자산	47,793	48,690	46,237	43,689	41,009
무형자산	1,456	1,444	1,409	1,376	1,344
기타비유동자산	3,102	3,349	2,462	2,708	2,979
자산총계	73,023	74,187	73,276	75,196	77,962
유동부채	15,801	18,225	15,991	16,611	17,292
매입채무및기타유동채무	8,081	8,264	6,074	6,681	7,349
단기차입금	2,465	3,340	3,340	3,340	3,340
유동성장기차입금	3,966	6,457	6,457	6,457	6,457
기타유동부채	1,290	165	122	134	147
비유동부채	24,489	23,407	22,721	23,684	24,793
장기매입채무및비유동채무	6,062	4,444	3,267	3,593	3,953
사채및장기차입금	17,324	17,586	17,586	17,586	17,586
기타비유동부채	1,102	1,376	1,868	2,504	3,253
부채총계	40,290	41,632	38,713	40,294	42,085
자본금	1,272	1,272	1,272	1,272	1,272
주식발행초과금	7,345	7,345	7,345	7,345	7,345
이익잉여금	19,351	18,837	20,853	21,198	22,180
기타자본	357	411	411	411	411
지배주주지분자본총계	28,325	27,867	29,882	30,227	31,209
비지배주주지분자본총계	4,408	4,688	4,681	4,675	4,668
자본총계	32,733	32,555	34,563	34,902	35,877
순차입금	17,984	21,585	15,531	12,275	8,170
총차입금	23,756	27,383	27,383	27,383	27,383

투자지표

(단위: 원, %, %)

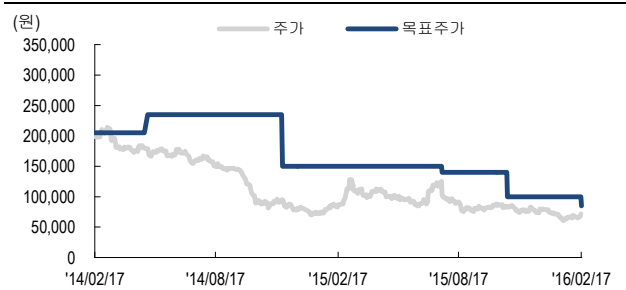
12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015P	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	-13,741	-835	8,621	1,621	4,289
BPS	118,766	116,845	125,295	126,742	130,858
주당EBITDA	17,700	23,988	16,868	25,470	29,733
CFPS	10,087	23,838	31,632	25,025	28,237
DPS	0	200	200	200	200
주가배수(배)					
PER	-13.9	-94.1	8.7	46.3	17.5
PBR	1.6	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	13.7	-3.2	8.3	5.0	3.7
PCFR	18.9	3.3	2.4	3.0	2.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	-3.6	1.5	-6.3	1.9	4.9
영업이익률(핵심)	-3.6	1.5	-6.3	1.9	4.9
EBITDA margin	14.3	18.2	17.4	23.9	25.4
순이익률	-9.7	1.3	8.9	1.5	3.7
자기자본이익률(ROE)	-8.4	1.3	6.1	1.1	2.9
투자자본이익률(ROIC)	-3.5	0.8	2.1	0.8	2.4
안정성(%)					
부채비율	123.1	127.9	112.0	115.4	117.3
순차입금비율	54.9	66.3	44.9	35.2	22.8
이자보상배율(배)	N/A	0.5	N/A	0.9	2.5
활동성(배)					
매출채권회전율	4.0	4.1	3.7	4.6	4.6
재고자산회전율	6.1	6.3	4.8	6.0	6.0
매입채무회전율	4.4	3.8	3.2	4.0	4.0

- 당사는 2월 16일 현재 'OCI' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
OCI(010060)	2013/02/07	Outperform(Maintain)	190,000원
	2013/03/14	Outperform(Maintain)	200,000원
	2013/04/25	Outperform(Maintain)	170,000원
	2013/07/19	Outperform(Maintain)	180,000원
	2013/09/24	Outperform(Maintain)	205,000원
	2014/05/07	BUY(Reinitiate)	235,000원
	2014/07/24	BUY(Maintain)	235,000원
	2014/09/22	BUY(Maintain)	235,000원
	2014/11/26	BUY(Maintain)	150,000원
	2015/04/30	BUY(Maintain)	150,000원
	2015/07/23	Outperform(Downgrade)	140,000원
	2015/10/29	Outperform(Maintain)	100,000원
	2016/02/17	Outperform(Maintain)	85,000원

목표주가 추이



투자의견 및 적응기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2015/1/1~2015/12/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	178	93.19%
중립	13	6.81%
매도	0	0.00%